

**ANALISIS HUBUNGAN INTERDEPENDENSI ANTARA
KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN HUTANG,
KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK JAKARTA**

TESIS

Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Akuntansi

Universitas Diponegoro

Untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Akuntansi



Diajukan Oleh:

Nama : Widaningsih

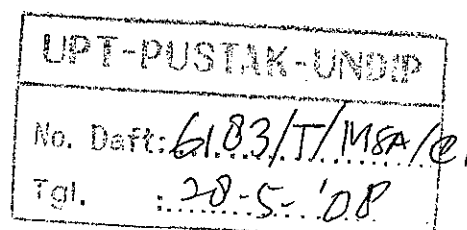
NIM : C4C002224

Program Studi Magister Akuntansi

Program Pascasarjana

Universitas Diponegoro

2005

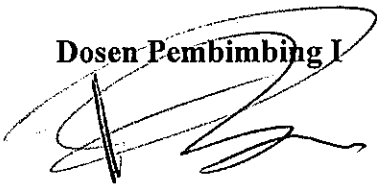


Tesis Berjudul
ANALISIS HUBUNGAN INTERDEPENDENSI ANTARA KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, KEBIJAKAN HUTANG, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN
KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI
BURSA EFEK JAKARTA

Yang dipersiapkan dan disusun oleh Widaningsih, NIM C4C002224 telah
dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 18 Februari 2005 dan
dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Susunan Tim Penguji

Dosen Pembimbing I



Dr. Purbayu Budi Santosa , MS

Dosen Pembimbing II



Drs. Daljono, Msi, Akt.

Anggota Tim Penguji

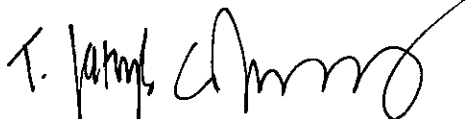
Drs. Basuki Hadiprayitno, MBA. MAcc



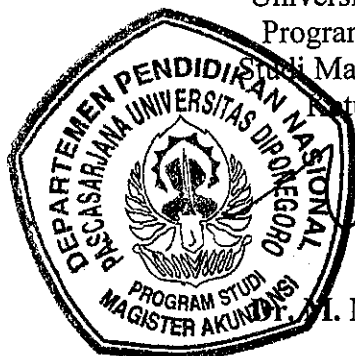
Dra. Zulaikha,MSi



Tri Jatmiko, SE, MSi



Semarang, 18 Februari 2005
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Studi Magister Akuntansi
Ketua Program



M. Nasir, Msi, Akt

PERNYATAAN

Yang bertandatangan di bawah ini nama Widaningsih nomor mahasiswa C4C002224 menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis dengan judul Analisis Hubungan Interdependensi antara Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Institusional Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta, benar-benar karya ilmiah yang disusun sendiri oleh penandatangan dan bukan plagiatatas penulisan dan penelitian lain

Semarang, Februari 2005

Widaningsih

C4C002224

ABSTRACT

The objective of this research is to examine interdependent relationship between managerial ownership, debt policy and institutional ownership. This research is based on the previous research by Crutley, Jensen, Jahera and Raymond that found a simultaneous system consistent with institutional ownership being a substitute for agency control variables.

This research is focused on manufacturing companies listed in JSX for period 2000, 2001, 2002. The method of sample taking is using purposive sampling method and give 136 firm observation and it uses simultaneous equation methodology with use the statistical method three stage least square.

The result show that interdependent relationship between managerial ownership, debt policy, dividend policy and institutional ownership.

Keywords: Agency cost, Managerial ownership, debt policy, dividend policy, institutional ownership

ABSTAKSI

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kepemilikan institusional. Penelitian ini didasarkan pada penelitian Cruthley, Jensen, Jaha dan Raymond yang menemukan bahwa kepemilikan institusional dapat menjadi substitusi untuk variabel kontrol agensi.

Sampel terdiri dari 136 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang menerbitkan laporan keuangannya antara tahun 2000, 2001 dan 2002. Metode pengumpulan sampel menggunakan purposive sampling method. Metode analisis data menggunakan simultan 3SLS.

Hasil analisis menunjukan terdapat hubungan yang signifikan antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kepemilikan institusional.

Kata Kunci : *Agency cost*, kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen , kepemilikan institusional.

KATA PENGANTAR

Segala puji bagi Allah SWT yang telah melimpahkan nikmat dan karuniaNya, sehingga tugas akhir yang berjudul "Analisis Hubungan Interdependensi Antara Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen Dan Kepemilikan Institusional Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta" ini dapat terselesaikan. Tiada kekuatan, pertolongan dan kemudahan selain dari Allah SWT semata.

Selanjutnya kami sampaikan terima kasih kepada :

1. Bapak Drs. M. Natsir , Akt selaku ketua Program Studi Magister Akutansi Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Dr. Purbayu Budi Santosa, MS dan Bpak Drs. Daljono, Msi, Akt selaku dosen pembimbing I dan Dosen Pembimbing II.
3. Teman-teman seangkatan yang telah memberikan dorongan dan bantuan dalam penyelesaian thesis ini.
4. Suami dan Ananda tercinta atas segala dukungan dan doanya.
5. Ayah dan Ibunda tercinta kasihnya, dukungan materi dan moril. Sepanjang Zaman nanda tak kan dapat membalasnya, hanya doa yang bisa nanda haturkan semoga engkau dapatkan cintaNya dan kasihNya. Amin.
6. Kakak dan adik atas dukungan dan doanya.

Jazzakumullah Kahiran Katsira.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa dalam penulisan thesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu, saran dan kritik yang membangun penulis harapkan untuk penyempurnaan thesis ini.

Akhirnya semoga karya ini dapat bermanfaat bagi orang lain dan penulis pada khususnya.

Semarang, Februari 2005

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
ABSTRAKSI	iii
SERTIFIKAT KEASLIAN THESIS	iv
KATA PENGANTAR	v
DAFTAR ISI	vi
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR GAMBAR	x
BAB I. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.2. Perumusan Masalah	7
1.3. Tujuan Penelitian Perumusan Masalah	8
1.4. Manfaat Penelitian	8
BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS	9
2.1. Telaah Pustaka	9
2.1.1. Teori Agensi	9
2.1.2. Peran Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Institusional	

dalam Mengontrol Konflik-konflik Agensi	10
2.1.3. Hubungan Antara Kepemilikan Manjerial, Kepemilikan Hutang, Kepemilikan Dividen dan Kepemilikan Institusional	12
2.2. Reviuw Penelitian Terdahulu	13
2.3. Kerangka Pemikiran dan Hipotesis	22
2.3.1. Kepemilikan Manajerial	22
2.3.2. Kebijakan Hutang	25
2.3.3. Kebijakan Dividen	28
2.3.4. Kepemilikan Institusional	29
BAB III. METODE PENELITIAN	33
3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel Penelitian	33
3.1.1. Populasi dan Sampel	33
3.1.2. Prosedur Penentuan Sampel	33
3.2. Jenis dan Sumber Data	34
3.3. Definisi Operasional Variabel	34
3.4. Perumusan Model Penelitian	37
3.5. Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis	38
3.6. Pengujian Asumsi Klasik	38
BAB IV. HASIL DAN PEMBAHASAN	41
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian	41
4.2. Proses dan Hasil Analisis Data	41
4.2.1. Pengujian Asumsi Klasik	42

4.2.1.1. Pengujian Multikolinieritas	42
4.2.1.2. Pengujian Autokorelasi	43
4.2.1.3. Pengujian Heteroskedasitas	43
4.3. Hasil Analisis	43
4.3.1. Descriptive Statistic	43
4.3.2. Pembahasan	45
4.3.2.1. Pembahasan Persamaan Kepemilikan Manjerial ..	45
4.3.2.2. Pembahasan Persamaan Kebijakan Hutang	47
4.3.2.3. Pembahasan Persamaan Kebijakan Deviden	49
4.3.2.4. Pembahasan Persamaan Kepemilikan Institusional .	51
BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN	55
5.1. Kesimpulan	55
5.2. Keterbatasan dan Saran	56
DAFTAR PUSTAKA	57
LAMPIRAN-LAMPIRAN	59

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1. Review Penelitian Terdahulu.....	18
Tabel 4.1. Pengelompokan usaha perusahaan go public di Bursa Efek Jakarta.....	41
Tabel 4.2. Hasil Analisa Deskriptif variabel.....	44
Tabel 4.3. Hasil Analisis Regresi 3SLS	45

DAFTAR GAMBAR

Halaman

Gambar 2.1. Pemikiran Teoritis	31
--------------------------------------	----

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Teori keagenan (*Agency Theory*) telah menjadi basis penelitian dalam ilmu akuntansi dan keuangan. Asumsi dalam Teori akuntansi positif memandang bahwa teori keagenan dapat menjelaskan bagaimana perilaku manajemen dalam memilih metode-metode akuntansi dalam pelaporan keuangan dan konsekuensi pemilihan metode tersebut bagi kesejahteraan pemilik dan pihak lain (*stakeholders*) yang memiliki keterkaitan dengan perusahaan tersebut. Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham (Brigham, 1996 dalam Wahidahwati, 2002). Untuk mencapai tujuan tersebut tidak sedikit pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional yang dikelompokkan sebagai *manager* atau *insider*. Manajer (agen) yang diangkat oleh pemegang saham (prinsipal) diharapkan akan bertindak yang terbaik bagi pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran pemegang saham dapat tercapai.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) pemisahan fungsi *decision making* dan *risk bearing* dalam perusahaan akan menimbulkan suatu konflik yang dinamakan konflik keagenan. Pemegang saham dan manajemen adalah pihak-pihak yang mempunyai kepentingan masing-masing dalam perusahaan. Pemegang saham menginginkan imbal hasil yang sesuai dengan risiko yang ditanggungnya yang terkait juga dengan biaya yang dikeluarkannya. Manajemen juga mempunyai kepentingan untuk memperoleh imbalan yang sesuai dengan keahlian yang sudah dikeluarkannya dalam mengelola perusahaan.

Konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*). Munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*.

Beberapa alternatif digunakan untuk mengurangi *agency conflict* yaitu, **pertama** dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, sehingga manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Jensen dan Meckling, 1976:11). Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian, maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Kedua, dengan meningkatkan *dividen payout ratio* (Crutley dan Hansen 1989, Easterbook 1989, Ros 1977, Leland dan Pyle 1977 dalam Wahidahwati, 2002) dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya. **Ketiga**, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Hutang akan menurunkan *excess free cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen (Jensen, 1986). **Keempat**, institusional investor sebagai monitoring agen. Moh'd (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini dikarenakan kepemilikan mewakili sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan

asuransi, bank, perusahaan investasi dan institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Secara empiris pendapat tadi telah diuji oleh beberapa peneliti seperti Friend dan Lang (1988) yang menguji mengenai pengaruh kepemilikan manajemen terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini menemukan bahwa terdapat hubungan terbalik antara kepemilikan manajerial dengan penggunaan hutang perusahaan, hal ini mengindikasikan risiko yang diakibatkan oleh investor luar akibatnya manajer akan menjaga tingkat hutangnya tetap rendah. Hasil lain menyebutkan bahwa *size* mempunyai hubungan yang positif dengan *debt ratio*, disamping itu *debt ratio* juga mempunyai hubungan positif dengan profitabilitas.

Jensen *et al.* (1992) menguji pengaruh *insider ownership* dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang perusahaan (rasio hutang). Penelitian ini menyatakan bahwa *debt ratio* merupakan fungsi dari *insider ownership*, *dividen*, *business risk*, *profitability*, *R&D* dan *fixed asset*. Hasil penelitian menunjukkan ada hubungan negatif antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang (*debt ratio*). Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan kepemilikan *insiders*, maka akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*.

Cruticley dan Hansen (1989), penelitiannya yang berjudul "*A test of The agency theory of Managerial Ownership, Corporate leverage and Corporate Dividends*" menguji mengenai *agency theory*., yaitu menghubungkan karakteristik perusahaan sebagai proksi dari kos agensi antara lain (*diversifikasi kos*, *earning volatility*, pengeluaran *advertising*, *R&D*, *flotation cost* dan ukuran perusahaan) terhadap manajerial *ownership*, *leverage* perusahaan dan dividen perusahaan. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa semakin terdiversifikasinya saham yang dimiliki investor mempengaruhi manajerial *ownership*

secara positif. Hasil lain menyatakan bahwa *earning volatility* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *debt* dan *dividen*, tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerialnya. Hasil dari ukuran perusahaan (*size*) mengindikasikan bahwa kepemilikan saham manajer berhubungan negatif dengan ukuran perusahaan, selain itu semakin besar ukuran perusahaan, maka akan meningkatkan pembayaran *dividen* dan penggunaan hutang.

Bathala, *et al.* (1994) menguji apakah *institutional ownership* berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan dan *manajerial ownership*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang dan *manajerial ownership* mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *institutional ownership*. Hasil ini mengindikasikan bahwa *institutional ownership* dapat menggantikan peranan hutang sebagai *monitoring agent* dalam mengurangi *agency cost*. Hasil lain menyebutkan bahwa *managerial ownership* berhubungan negatif dengan *institutional ownership*.

Moh'd *et al.* (1998) Menguji mengenai struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian menemukan bahwa struktur kepemilikan dan variabel kontrolnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Variabel kontrol yang terdiri dari *dividend payments*, *firm growth*, *asset risk*, profitabilitas perusahaan dan *uniqueness of the firm* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Sedangkan variabel kontrol yang lain seperti ukuran perusahaan, struktur aktiva, risiko *operating leverage*, *tax rate* dan *non debt tax shield* mempunyai pengaruh yang signifikan dan mempunyai arah yang positif terhadap rasio hutang perusahaan.

Chen dan Steiner (1999), menguji secara simultan non linier antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan *dividen* dan *risk taking* dengan risiko. Hasil yang diperoleh adalah : 1) *managerial ownership* berhubungan dengan risiko secara non

linier, pada saat risiko rendah, peningkatan risikonya menyebabkan manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya, tetapi pada saat risiko pada tingkat tertentu, maka manajer mempunyai *risk averse* yang cenderung akan menurunkan tingkat kepemilikan sahamnya. 2) pengambilan risiko berhubungan secara positif dengan *managerial ownership*, ini mengindikasikan bahwa *managerial ownership* dapat mengurangi *agency* konflik, 3) *managerial ownership* mempunyai hubungan yang negatif dengan *debt* dan dividen, hasil ini mengindikasikan bahwa *debt* dan dividen dapat dijadikan sebagai *monitoring agent* yang mereduksi *agency cost*.

Crutley, Jensen Jahera dan Raymond (1999) menguji secara simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Hasil penelitian menemukan bahwa kepemilikan institusional sebagai investor akan dipengaruhi oleh risiko sistematis (beta) dalam berinvestasi. Variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap hutang perusahaan, sedangkan pengaruh kepemilikan institusional terhadap dividen adalah negatif.

Turiyasingura (2000) dalam Wahidahwati (2002) melakukan penelitian dengan sampel yang diobservasi dari perusahaan jasa dan manufaktur dengan periode pengamatan 1 (satu) tahun (1996), yang hasilnya menunjukkan mendukung hipotesis bahwa kebijakan hutang dan *managerial ownership* menjadi alat yang efektif dalam mereduksi *agency conflict*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang perusahaan, sedangkan untuk hubungan antara *managerial ownership* dengan dividen adalah signifikan tetapi berhubungan secara positif.

Wahidahwati (2001) meneliti mengenai pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian

menunjukkan antara kepemilikan manjerial dan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Wahidahwati (2002) melakukan penelitian lagi mengenai analisis persamaan simultan non linier antara kepemilikan manajerial, penerimaan risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang *go publik*. Hasil penelitian menunjukkan terdapat hubungan non linier antara kepemilikan manajerial dengan risiko. Hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan antara manajerial ownership dengan *debt* dan *dividen policy* mempunyai arah positif dan signifikan.

Fitri Ismiyati dan Mamduh M Hanafi (2003) meneliti mengenai persamaan simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang dan dividen. Hasilnya menunjukkan bahwa, kepemilikan manjerial dan kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan, kepemilikan manjerial mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan deviden, sedangkan kepemilikan institusional memiliki hubungan yang positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan deviden. Variabel kepemilikan manajerial dan resiko mempunyai hubungan yang negatif signifikan terhadap kepemilikan institusional, kebijakan hutang dan probabilitas mempunyai hubungan positif signifikan terhadap kepemilikan institusional. Sedangkan kebijakan deviden mempunyai hubungan positif tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan institusional.

Hasil dari berbagai penelitian-penelitian di atas menunjukkan ada beberapa variabel yang pengaruhnya tidak konsisten, sehingga menimbulkan minat peneliti untuk melakukan penelitian mengenai hal ini. Penelitian ini akan menguji hubungan dari berbagai kebijakan keuangan yang diambil perusahaan dan struktur kepemilikan saham dalam perusahaan yang akan mereduksi biaya agensi, yaitu dengan menguji

hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kepemilikan institusional.

1.2. Perumusan Masalah.

Menurut Jensen dan Meckling (1976:6) pemisahan fungsi *decision making* dan *risk bearing* dalam perusahaan akan menimbulkan suatu konflik yang dinamakan konflik keagenan (*agency conflict*). *Agency conflict* akan menimbulkan biaya yang terdiri dari *agency cost of equity* dan *agency cost of debt*. Beberapa alternatif digunakan untuk mengurangi *agency cost* yaitu dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, meningkatkan kepemilikan institusional dan melalui kebijakan hutang serta kebijakan dividen. Berbagai alternatif di atas saling mempengaruhi satu sama lain dan perpaduannya yang optimal akan mengurangi *agency cost*. Selanjutnya dari uraian tersebut di atas, apakah fenomena ini terjadi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ), sehingga dalam penelitian ini dirumuskan 4 pertanyaan penelitian yang akan menjadi pusat perhatian penelitian yaitu:

1. Apakah kepemilikan institusional, kebijakan hutang dan kebijakan deviden berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial ?
2. Apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan deviden berpengaruh terhadap kebijakan hutang ?
3. Apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap kebijakan deviden ?
4. Apakah kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan deviden berpengaruh terhadap kepemilikan institusional ?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan permasalahan di atas tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional, kebijakan hutang dan kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial.
2. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang.
3. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen.
4. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan dividen terhadap kepemilikan institusional.

1.4. Manfaat Penelitian.

1. Sebagai tambahan pengetahuan bagi literatur manajemen, bisnis dan akuntansi mengenai stuktur kepemilikan saham, kebijakan hutang dan deviden yang berbasis pada teori keagenan.
2. Sebagai pertimbangan bagi investor dalam membuat keputusan investasi, khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan tersebut.
3. Sebagai informasi bagi manajemen perusahaan tentang teori keagenan dan aplikasinya yang akan diambil dalam meminimumkan biaya keagenan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Teori Agensi

Menurut Jensen Meckling (1976) pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham.

Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya dari pihak lain. Perilaku ini biasa disebut keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan manajer cenderung tidak menyukai risiko (*risk averse*). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan kepada maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kondisi di atas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan. Manajemen tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan, resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham, oleh karena itu manajemen cenderung

itu manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

Penyebab lain konflik antara manajer dan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Manajer sebaliknya, lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan. Menurut Fama (1980) (dalam Wahidahwati, 2002) ada 2 (dua) alasan yang mendasari perilaku manajer tersebut yaitu : (1) Bagian dari kekayaan mereka didalam *spesifik human capital* perusahaan, yang membuat mereka *non diversifiabel* ; (2) Manajer akan terancam reputasinya, sehubungan kemampuan menghasilkan *earning* perusahaan jika perusahaan mengalami kebangkrutan.

Hubungan keagenan akan menimbulkan *cost* bagi prinsipal, yang didefinisikan sebagai jumlah dari : pertama pengeluaran atas pengamatan yang menyita perhatian prinsipal dalam rangka mengawasi tindakan agen (seperti biaya pengukuran atas tindakan agen dan *cost* dalam rangka kebijakan pengadaan kompensasi). Kedua pengeluaran atas adanya perikatan kontrak dengan agen. Ketiga, sisa kerugian yang merupakan perbedaan tindakan yang diambil oleh agen dan prinsipal atas perikatan kontrak dan pengamatan. (Watts, 1977).

2.1.2. Peran Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen dan kepemilikan institusional dalam Mengontrol Konflik-Konflik Agensi.

Menurut Jensen dan Meckling, (1976:6) model agensi perusahaan rentan terhadap konflik-konflik keagenan yang muncul dari pemisahan fungsi-fungsi

pengambilan keputusan dan penanggungan risiko dalam perusahaan. Jensen dan Meckling membuktikan bahwa manajer memiliki kecenderungan untuk terlibat dalam tindakan pengambilan keuntungan yang berlebihan dan perilaku-perilaku oportunistik lain karena mereka mendapat keuntungan penuh dari tindakan-tindakan tersebut tetapi hanya menanggung sedikit risiko dari yang seharusnya. Hal ini sebagai biaya ekuitas agensi serta menunjukkan bahwa hal ini dapat diminimalkan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dalam perusahaan, yang mana akan memaksa manajer untuk ikut menanggung konsekuensi-konsekuensi atas tindakan-tindakan mereka. Meskipun kepemilikan manajerial dalam perusahaan berfungsi untuk menyelaraskan kepentingan-kepentingan para pemegang saham eksternal, namun besar investasi yang dapat dilakukan manajer dalam klaim-klaim residual perusahaan terbatas oleh kekayaan pribadi mereka dan pertimbangan-pertimbangan diversifikasi.

Literatur keagenan menuliskan bahwa hutang juga berguna untuk meminimalkan konflik-konflik agensi. Menurut Jensen (1986) karena hutang "mengikat" perusahaan untuk mengadakan pembayaran-pembayaran secara periodik, maka hutang akan mengurangi kontrol yang dimiliki manajer atas arus kas perusahaan serta mengurangi dorongan mereka untuk terlibat dalam tindakan-tindakan non-optimal. Grosman & Hart (1982) juga berpendapat bahwa keberadaan hutang mendorong manajer untuk mengambil lebih sedikit keuntungan dan menjadi lebih efisien guna menghindari terjadinya kebangkrutan serta hilangnya kontrol dan reputasi. Akan tetapi, tingkat hutang yang terlalu tinggi akan membuat perusahaan menanggung biaya hutang agensi, terutama dalam bentuk *risk shifting incentive*.

Kebijakan dividen juga dapat digunakan untuk meminimalkan biaya-biaya agensi. Pembayaran dividen akan menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* bagi manajemen (Copeland dan Weston, 1992:568). Pembagian dividen akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*. Dividen juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan *perquisites* yang dilakukan manajemen terhadap *cash flow* perusahaan karena *internal cash flow* akan diserap untuk membayar dividen bagi pemegang saham seiring dengan menurunnya biaya *monitoring*, karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan dirinya (Crutchley dan Hansen, 1989).

Moh'd (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini dikarenakan kepemilikan mewakili sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

2.1.3. Hubungan antara Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Institusional

Kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kepemilikan institusional berguna untuk meminimalkan biaya-biaya agensi dalam perusahaan. Namun begitu mekanisme ini juga memiliki keterbatasannya sendiri. Kepemilikan saham umum manajerial yang berlebihan dapat menimbulkan pertentangan. Mekanisme voting dan pengambilalihan akan gagal jika manajemen memiliki kepentingan kontrol

dalam perusahaan. Selain itu manajer juga tidak mau menginvestasikan terlalu banyak kekayaan pribadinya dalam perusahaan guna menghindari naiknya risiko nondiversifikasi atas kekayaan pribadi mereka. Pendanaan dengan hutang juga akan memperbesar risiko kebangkrutan perusahaan dan meningkatkan risiko kebangkrutan diversifikasi bagi manajer sendiri. Selain itu, masalah-masalah agensi seperti penggantian aset atau *risk-shifting* atau rendahnya investasi dapat diperparah dengan besarnya dana hutang. Bahkan pembayaran dividen dan kepemilikan institusional yang terlalu besar juga memiliki risiko yang terkait dengan hal ini. Ada yang berpendapat bahwa kepemilikan institusional akan meningkatkan volatilitas harga saham.

Dengan berbagai keuntungan dan kekurangan mekanisme-mekanisme di atas, manajer diharapkan dapat mengoptimalkan pemanfaatan mekanisme tersebut agar biaya agensi total dalam perusahaan dapat diminimalkan. Meskipun manajer tidak memiliki monitoring penuh atas saham umum institusional, namun manajer dapat mengatur tingkatan-tingkatan kepemilikan ekuitas internal, tingkat pembayaran dividen dan tingkat pendanaan hutang.

2.2. Review Penelitian Terdahulu

Agrawal dan mandelker (1987) melakukan penelitian dengan judul "*Managerial incentives and corporate investment and financing decision*". Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa jumlah saham yang dimiliki manajerial pada perusahaan yang varian *return*-nya meningkat lebih besar daripada varian yang *return*nya lebih rendah. Hasil penelitian juga menemukan bahwa ada hubungan positif antara *debt ratio* dan kepemilikan manajerial. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh manajerial lebih besar pada perusahaan yang *debt equity ratio*-nya meningkat dibandingkan dengan saham yang dimiliki manajer yang *debt equity ratio*-

nya menurun. Penelitian ini juga mendukung hipotesis bahwa saham dan opsi yang dimiliki oleh eksekutif di dalam perusahaan mempunyai peranan untuk mengurangi *agency problem*.

Friend dan Lang (1988) dalam penelitiannya yang berjudul “*Empirical test of Impact of managerial Self interest on Corporate Capital structure*” menguji mengenai pengaruh kepemilikan manajemen terhadap struktur modal perusahaan. Hasil penelitian ini menemukan bahwa terdapat hubungan terbalik antara kepemilikan manajerial dengan penggunaan hutang perusahaan, hal ini mengindikasikan risiko yang diakibatkan oleh investor luar akibatnya manajer akan menjaga tingkat hutangnya tetap rendah. Hasil lain menyebutkan bahwa *size* mempunyai hubungan yang positif dengan *debt ratio*, disamping itu *debt ratio* juga mempunyai hubungan positif dengan profitabilitas.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Jensen *et al.* (1992) dengan judul “Simultaneous Determination of Insider ownership, Debt dan Dividen Policies” menguji pengaruh *insider ownership* dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang perusahaan (rasio hutang). Penelitian ini menyatakan bahwa rasio *debt* merupakan fungsi dari *insider ownership*, *dividen*, *business risk*, *profitability*, *R&D* dan *fixed asset*. Hasil penelitian menunjukkan ada hubungan negatif antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang (rasio *debt*). Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan kepemilikan *insiders*, maka akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*.

Crutclley dan Hansen (1989), penelitiannya yang berjudul “*A test of The agency theory of Managerial Ownership, Corporate leverage and Corporate Dividends*” menguji mengenai *agency theory*, yaitu menghubungkan karakteristik perusahaan sebagai proksi dari kos agensi antara lain (*diversifikasi kos*, *earning volatility*, pengeluaran *advertising*,

R&D, flotation cost dan ukuran perusahaan) terhadap *manajerial ownership, leverage* perusahaan dan *dividen* perusahaan. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa semakin terdiversifikasinya saham yang dimiliki investor mempengaruhi *manajerial ownership* secara positif. Hasil lain menyatakan bahwa *earning volatility* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *debt* dan *dividen*, tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerialnya. Hasil dari ukuran perusahaan (*size*) mengindikasikan bahwa kepemilikan saham manajer berhubungan negatif dengan ukuran perusahaan, selain itu semakin besar ukuran perusahaan, maka akan meningkatkan pembayaran *dividen* dan penggunaan hutang.

Bathala, et al. (1994) dengan judul "*Manajerial Ownership, Debt Policy And The Impact of Institutional Holding : An Agency Perspective*" menguji apakah *institutional ownership* berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan dan *manajerial ownership*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang dan *manajerial ownership* mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap *institutional ownership*. Hasil ini mengindikasikan bahwa *institutional ownership* dapat menggantikan peranan hutang sebagai *monitoring agent* dalam mengurangi *agency cost*. Hasil lain menyebutkan bahwa *manajerial ownership* berhubungan negatif dengan *institutional ownership*.

Moh'd, et al.(1998) menguji mengenai struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian menemukan bahwa struktur kepemilikan dan variabel kontrolnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Variabel kontrol yang terdiri dari *dividend payments, firm growth, asset risk*, profitabilitas perusahaan dan *uniqueness of the firm* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Sedangkan variabel kontrol yang lain seperti ukuran perusahaan, struktur aktiva, risiko *operating*

leverage, tax rate dan non debt tax shield mempunyai pengaruh yang signifikan dan mempunyai arah yang positif terhadap rasio hutang perusahaan.

Chen dan Steiner (1999), menguji secara simultan non linier antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan *risk taking* dengan risiko. Hasil yang diperoleh adalah : 1) *managerial ownership* berhubungan dengan risiko secara non liner, pada saat risiko rendah, peningkatan risikonya menyebabkan manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya, tetapi pada saat risiko pada tingkat tertentu, maka manajer mempunyai *risk averse* yang cenderung akan menurunkan tingkat kepemilikan sahamnya. 2) pengambilan risiko berhubungan secara positif dengan *managerial ownership*, ini mengindikasikan bahwa *managerial ownership* dapat mengurangi *agency konflik*, 3) *managerial ownership* mempunyai hubungan yang negatif dengan *debt* dan dividen, hasil ini mengindikasikan bahwa *debt* dan dividen dapat dijadikan sebagai *monitoring agent* yang mereduksi *agency cost*.

Crutley, Jensen Jahera dan Raymond (1999) menguji secara simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Hasil penelitian menemukan bahwa kepemilikan institusional sebagai investor akan dipengaruhi oleh risiko sistematis (beta) dalam berinvestasi. Variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap hutang perusahaan, sedangkan pengaruh kepemilikan institusional terhadap dividen adalah negatif.

Turiyasingura (2000) dalam Wahidahwati (2002) melakukan penelitian dengan sampel yang diobservasi dari perusahaan jasa dan manufaktur dengan periode pengamatan 1 (satu) tahun (1996) yang hasilnya menunjukkan mendukung hipotesis bahwa kebijakan hutang dan manajerial ownership menjadi alat yang efektif dalam mereduksi *agency conflict*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang

perusahaan. Sedangkan untuk hubungan antara *manajerial ownership* dengan dividen adalah signifikan tetapi berhubungan secara positif.

Wahidahwati (2001) meneliti mengenai pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Wahidahwati (2002) melakukan penelitian lagi mengenai analisis persamaan simultan non linier antara kepemilikan manajerial, penerimaan risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang *go publik*. Hasil penelitian menunjukkan terdapat hubungan non linier antara kepemilikan manajerial dengan risiko. Hasil analisis menunjukkan bahwa hubungan antara *manajerial ownership* dengan *debt* dan *dividen policy* mempunyai arah positif dan signifikan.

Fitri Ismiyati dan Mamduh M Hanafi (2003) meneliti mengenai persamaan simultan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang dan dividen. Yang hasilnya menunjukkan bahwa, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan, kepemilikan manajerial mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan deviden, sedangkan kepemilikan institusional memiliki hubungan yang positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan deviden. Variabel kepemilikan manajerial dan resiko mempunyai hubungan yang negatif signifikan terhadap kepemilikan institusional, kebijakan hutang dan probabilitas mempunyai hubungan positif signifikan terhadap kepemilikan institusional. Sedangkan kebijakan deviden mempunyai hubungan positif tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan institusional. Untuk lebih jelasnya hasil penelitian terdahulu di atas dapat dilihat pada Tabel 2.1. berikut ini :

Tabel 2.1.
Review Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel	Metode analisis	Sampel	Periode pengamatan	Skala	Hasil
1.	Agrawal et al. (1987)	<i>Incentive, Common stock, security holding of manager, stock option, ROA dan debt ratio</i>	Uji beda	400	1987	Ratio	Hasil penelitian adalah kepemilikan manajerial yang <i>varian return</i> nya meningkat lebih besar daripada <i>varian return</i> nya lebih rendah.
2.	Friend dan Lang (1988)	<i>Debt/asset ratio, ratio net property, earning, total asset, market value of equity. Equity held by dominant managerial insider</i>	Analisis Regresi	984	1979 – 1983	Ratio	<i>Debt ratio</i> mempunyai hubungan negatif dengan <i>managerial ownership</i> .
3.	Jensen, solberg dan Zorn (1992)	<i>Insider ownership, Business Risk, profitability, R&D, fixed assets, Debt ratio.</i>	<i>Three stage least square</i>	565	1982 dan 1987	Ratio	Terdapat hubungan yang negatif antara persentase kepemilikan dengan rasio hutang

4.	Moh'd Perry dan Rimbey	Debt ratio, Insider Ownership, Inst invest, dividend, growt, firm size, asset structure, asset risk, profitability, tax rate, non-debt tax shield, uniqueness of firm	A series cross-sectional Regression analysis (TSCS)			Ratio	Struktur kepemilikan dan beberapa variabel agensi lainnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang secara bersama-sama.
5.	Bathala. Moon dan Rao	Debt Ratio, Earning Volt, Depreciation, RDAD, Growth, Stockvolt, Total assets, Managerial ownership, Inst investor.	Two stages least squares	516	1994	Ratio	Kepemilikan manajerial, Earning volatility, RDAD, growth dan institutional ownership memiliki hubungan negatif terhadap Debt ratio.
6.	Chen dan Steiner	Managerial ownership, risk, debt, dividend, size, profit, Fassets	Three stage least square		1999	Ratio	Managerial ownership berhub dengan risk secara non linier, risk taking berhub positif dengan managerial ownership.

7.	Crutley, Jensen, Jahera dan Raymond	<i>Insider, Debt, Inst ownership, Risk, ROA, R&D, Fassets, Sales grow, Invest, Size, Divisions, BETA.</i>	3 SLS	849	1999	<i>Ratio</i>	<i>Insider</i> berhubungan negatif dengan <i>debt</i> , <i>inst ownership</i> berhubungan negatif dengan <i>debt</i> , hutang mempengaruhi <i>insider</i> secara negatif, Inst mempengaruhi <i>insider</i> secara negatif, <i>risk</i> berhubungan negatif dengan <i>dividen</i> dan <i>inst</i> berhubungan positif dengan <i>debt</i> .
8.	Wahidahwati	<i>LDMWON, LDEBT, LDIVD, risk, Lsize, Linv, linst, ROA, fixed.</i>	3 SLS	103	2002	<i>Ratio</i>	Terjadi hubungan linier antara <i>risk</i> dengan kepemilikan manajerial, hutang mempengaruhi kepemilikan manajerial secara positif.

9.	Fitri Ismiyati dan Mamduh Hanafi	DMWON, risk, debt, inst, ROA, fassets, IOSBM, Beta, DPR.	3 SLS	546	2003	Ratio	Hutang berhub positif dengan DMWON, DPR , INST dan risk berhub negatif dengan DMWON, hutang berhub positif dengan risk, DPR, DMWON dan INST berhub negatif dengan Risk.
----	--	--	-------	-----	------	-------	---

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis

2.3.1. Kepemilikan Manajerial.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) penggunaan modal hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial, sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. Kontroversi dengan penemuan tersebut adalah menurut Friend dan Lang (1988), penggunaan hutang yang berlebihan akan meningkatkan *bancruptcy cost* dan *non diversifiable risk* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan. Fenomena ini dapat juga dijelaskan melalui *free cash flow* hipotesis, yaitu bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *cash flow*, karena sebagian besar *cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan *perquisites* yang merugikan pemilik perusahaan, dengan sendirinya konflik keagenan tidak akan terjadi.

Hubungan antara deviden dengan kepemilikan manajerial dijelaskan melalui *free cash flow* hipotesis (Jensen, 1986). Melalui hipotesis ini kebijakan deviden digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Penelitian tentang ini membuktikan hubungan substitusi antara kebijakan deviden dan kepemilikan manajerial. Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara : 1) Menggunakan deviden untuk membayar deviden kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang kurang menguntungkan (Jensen, 1986) ; 2) Meningkatkan deviden untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal. Perusahaan diawasi oleh tim pengawas pasar modal atau kreditur sehingga manajer termotivasi mempertahankan

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis

2.3.1. Kepemilikan Manajerial.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) penggunaan modal hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial, sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. Kontroversi dengan penemuan tersebut adalah menurut Friend dan Lang (1988), penggunaan hutang yang berlebihan akan meningkatkan *bancruptcy cost* dan *non diversifiabel risk* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan. Fenomena ini dapat juga dijelaskan melalui *free cash flow* hipotesis, yaitu bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *cash flow*, karena sebagian besar *cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan *perquisites* yang merugikan pemilik perusahaan, dengan sendirinya konflik keagenan tidak akan terjadi.

Hubungan antara deviden dengan kepemilikan manajerial dijelaskan melalui *free cash flow* hipotesis (Jensen, 1986). Melalui hipotesis ini kebijakan deviden digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Penelitian tentang ini membuktikan hubungan substitusi antara kebijakan deviden dan kepemilikan manajerial. Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara : 1) Menggunakan deviden untuk membayar deviden kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang kurang menguntungkan (Jensen, 1986) ; 2) Meningkatkan deviden untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal. Perusahaan diawasi oleh tim pengawas pasar modal atau kreditur sehingga manajer termotivasi mempertahankan

atau meningkatkan kinerja (Crutchley dan Hansen, 1989) ; 3) Meningkatkan deviden untuk memuaskan sebagian *stockholder* yang lebih menyukai deviden atau penganut *bird in the hand theory* yang memandang bahwa deviden tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang kembalian investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Gordon, 1962 dalam Fitri, 2002). Peningkatan deviden menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal dalam jumlah sedikit sehingga manajer memilih melakukan deversifikasi pada kesempatan investasi yang menguntungkan.

Shleiver dan Vishny (1986) dalam Fitri (2002) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara positif terhadap kepemilikan manajerial. Kepemilikan institusional secara mayoritas akan mengurangi kemungkinan perusahaan untuk diakuisisi, sehingga meningkatkan keinginan manajer untuk memperbesar kepemilikan perusahaan. Sebaliknya menurut Brickley, Lease dan Smith (1988) ; Pound (1988), McConnel dan Servaes (1990) kepemilikan institusional berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan manajerial. Semakin tinggi kepemilikan institusional akan semakin meningkat pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan dan semakin mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikan.

- H₁ : Kebijakan hutang mempunyai pengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial.
- H₂ : Kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial .
- H₃ : Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kepemilikan manajerial.

2.3.2. Kebijakan Hutang

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan hutang (*debt policy*) terdiri dari deviden, kepemilikan manajerial, *risk*, kepemilikan institusional, *return on asstes* (ROA) dan *fixed assets* (FASSETS). Deviden mempunyai hubungan kausal positif dengan kebijakan hutang. Penjelasan teori keagenan dalam hubungan deviden dengan hutang melalui *free cash flow hypotesis (contracting model of deviden)* yang memprediksikan bahwa deviden mempengaruhi hutang dengan hubungan yang positif (Megginson, 1997). Perusahaan yang membagikan deviden dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang sehingga kebijakan deviden mempengaruhi kebijakan hutang secara searah (Emery dan Finerty, 1997). Kas internal perusahaan digunakan untuk membayar deviden sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui hutang.

Pendapat Emery dan Finnerty ini didukung oleh Miller dan Rock (1985) yang menyatakan bahwa deviden yang tinggi merupakan sinyal akan meningkatnya profitabilitas perusahaan dimasa depan. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian deviden, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi dimasa depan yang menjanjikan. Selain itu deviden yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya untuk menjaga struktur modal optimalnya (Emery dan Finerty, 1997) ; (Easterbrook : 1984).

Easterbrook (1984) juga berargumentasi bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan (monitoring) terhadap manajemen. Tetapi apabila biaya

monitoring itu tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga (*Debt holders* dan atau *Bondholders*) untuk membantu melakukan *monitoring*.

Menurut Friend dan Lang (1988) kepemilikan manajerial memiliki hubungan kausal terbalik atau substitusi dengan hutang. Kepemilikan manajerial tinggi menurunkan penggunaan hutang karena penggunaan hutang menyebabkan kebangkrutan dan *financial distress*. Selanjutnya Friend dan Lang serta Friend dan Hasbrock (1987) menambahkan bahwa pihak internal yang menjadi pemegang saham mayoritas sedikit terdiversifikasi dan menginginkan insentif dalam jumlah besar untuk mengurangi risiko keuangan.

Kim dan Sorenson (1986) menyatakan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dan utang. Hubungan ini dipelajari dari *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* atau perusahaan tertutup menggunakan utang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar pihak *insider* mempertahankan efektifitas kontrol terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan utang. Berdasarkan hipotesis ini disimpulkan bahwa perusahaan tertutup memiliki *debt cost agency* rendah sehingga cenderung menggunakan utang dalam jumlah besar.

Variabel kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan yang dapat mengurangi biaya keagenan pada perusahaan, serta penggunaan utang oleh manajer. Adanya kontrol ini akan menyebabkan manajer

menggunakan utang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan (Cructley, *et al.*, 1999).

- H₄ : Kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
- H₅ : Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.
- H₆ : Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

Variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan ini adalah ROA dan FASSETS dan *risk*. ROA sebagai ukuran profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menciptakan laba per unit aset. Menurut Myers dan Majluf (1984) terdapat hubungan negatif antara profitabilitas (ROA) dengan utang. Sesuai dengan *pecking order theory* bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin besar pula tersedianya dana internal untuk investasi, sehingga penggunaan hutang akan lebih kecil (Myers dan Majluf, 1984; Baskin, 1989). Semakin besar aktiva tetap maka semakin besar aset yang dapat dijaminkan untuk memperoleh tambahan hutang (Scott, 1976). ROA diharapkan mempunyai hubungan negatif dengan kebijakan hutang.

FASSETS menunjukkan struktur aset suatu perusahaan. FASSETS diharapkan berhubungan secara positif dengan kebijakan hutang, karena dengan aset tetap yang tinggi membuat perusahaan dipercaya oleh pemberi hutang (*debt holders*). Chen dan Steiner (1999) menemukan hubungan positif antara FASSETS dengan kebijakan hutang.

2.3.3. Kebijakan Dividen.

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen (*dividen policy*) terdiri dari : *debt*, *manajerial ownership*, *risk*, *institutional ownership*, ROA dan *investment opportunity set* (IOS). Pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen adalah positif. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan hutang secara searah (Emery dan Finnerty, 1997). Kas internal perusahaan digunakan untuk membayar dividen sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui hutang.

Menurut Rozeff (1982) kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi, maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen. Pada sisi lain penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan.

Selanjutnya Rozeff (1982), menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan.

Perusahaan dengan menetapkan persentase kepemilikan manajerial yang besar membayar deviden dalam jumlah kecil sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan deviden dalam jumlah besar.

Pengaruh kepemilikan institusional terhadap dividen adalah negatif. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung untuk menggunakan dividen yang lebih rendah (Crutchley *et al.*, 1999).

- H₇ : Kebijakan hutang mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
- H₈ : Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen .
- H₉ : Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan ini adalah ROA, IOSBM dan *risk*.

2.3.4. Kepemilikan Institusional.

Variabel-variabel yang mempengaruhi kepemilikan institusional adalah *debt*, *dividen*, *manajerial ownership*, risiko, ROA dan *Beta*. Menurut Cructley, *et al.* (1999) pengaruh kebijakan hutang terhadap kepemilikan institusional adalah positif. Kebijakan hutang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholder*, karena monitoring *debtholder* maupun *shareholder*, hal ini mendorong masuknya kepemilikan institusional

yang lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan yang disebabkan karena berkurangnya konflik keagenan dalam perusahaan.

Menurut Crutchley, *et al.* (1999) variabel kebijakan deviden mempunyai pengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional. Dari sudut pandang perusahaan, kepemilikan institusional mampu mengurangi konflik keagenan dan karenanya pemilik (investor) institusional mungkin akan lebih tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan dengan mekanisme kontrol yang ketat (tinggi), dengan deviden yang tinggi. Hal ini dapat dipahami karena sebagai pemilik apalagi dengan kepemilikan yang relatif tinggi berharap investasinya disuatu perusahaan akan aman, mempunyai return yang tinggi, baik dalam bentuk deviden maupun *capital gain*.

H₁₀ : Kebijakan hutang mempunyai pengaruh positif terhadap kepemilikan institusional.

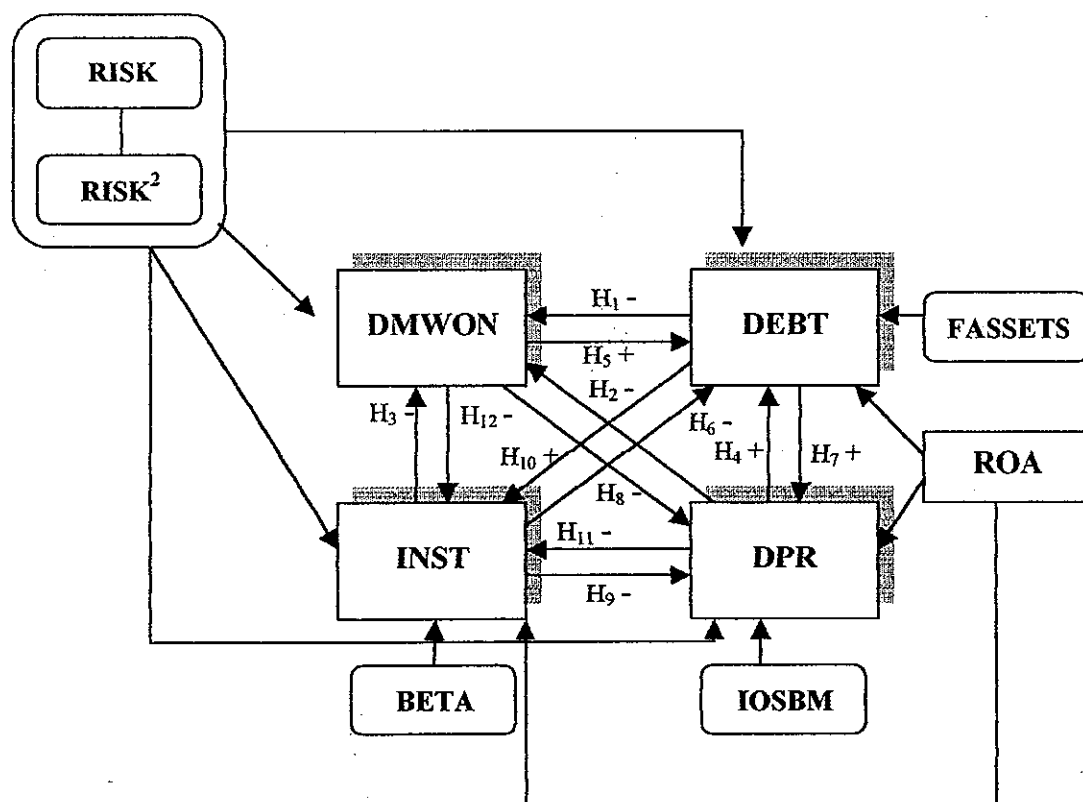
H₁₁ : Kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional.

H₁₂ : Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional .

Variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan ini adalah *risk*, ROA dan beta. Hubungan antara ROA dengan kepemilikan institusional adalah positif. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan menyebabkan ketertarikan para fund manajer untuk membeli saham perusahaan tersebut untuk memenuhi kewajiban pada nasabahnya. Hubungan antara ROA dengan kepemilikan institusional adalah positif (Cructley, dkk, 1999).

Menurut O'Brien dan Bhushan (1990) manajer institusional mencoba untuk mencapai return yang tinggi pada portofolio mereka untuk kompensasi yang tinggi pula, sehingga mereka melakukan investasi pada saham-saham yang berisiko tinggi. Pengaruh beta terhadap kepemilikan institusional adalah positif:

Untuk lebih jelasnya penelitian ini dibuat kerangka pemikiran sebagai berikut :



Gambar 1.1. Kerangka Pemikiran Hipotesis

Keterangan :

- RISK : Risiko total, log natural dari deviasi standar return saham;
- RISK² : Kuadrat dari RISK
- DMWON : Kepemilikan Manajerial, persentase kepemilikan saham oleh manajer dan direktur;
- INST : Kepemilikan Institusional, persentase kepemilikan saham oleh institusi termasuk dana pensiun, reksadana, dll.
- DEBT : Keputusan pembiayaan, rasio antara hutang jangka panjang dengan nilai aset;
- DPR : Dividen payout ratio merupakan proksi kebijakan dividen
- IOSBM : Investment opportunity set book to market
- FASSETS : Total Fixed Assets, rasio antara aktiva tetap total dengan nilai buku aset;
- ROA : Return on Assets;
- BETA : Risiko sistematis, regresi dengan market model.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel Penelitian

3.1.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang go publik yang terdapat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) untuk periode pengamatan tahun 2000, 2001 dan 2002. Untuk itu ditetapkan perusahaan yang mempunyai data lengkap. Seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ sampai periode 2002 adalah sebanyak 155 buah perusahaan.

Penelitian ini dibatasi pada perusahaan jenis manufaktur dengan alasan bahwa dari jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 1977 sampai tahun 2003, 51,08% adalah industri manufaktur sedangkan sisanya adalah industri lain.

3.1.2. Prosedur Penentuan Sampel

Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling method* yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria tertentu (Cooper 1996 :245). Pada penelitian ini kriteria yang diperlukan dalam penarikan sampel adalah :

1. Perusahaan dari jenis industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode 2000, 2001, 2002.

2. Perusahaan tersebut memiliki pemisahan kepemilikan saham yang dimiliki oleh *managerial ownership* maupun *institutional ownership*.
3. Perusahaan tersebut memiliki data-data yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

3.2. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan periode tahun 2000, 2001 dan 2002 pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD), PPA UGM dan pojok BEJ UNDIP.

3.3. Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional untuk variable-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Kepemilikan Manajerial (DMWON).

Variabel ini menunjukkan kepemilikan saham oleh pihak manjerial. Dalam penelitian ini menggunakan *dummy* untuk menunjukkan adanya kepemilikan manajerial. Pengukuran variabel menggunakan $D = 1$ untuk perusahaan yang terdapat kepemilikan manajerial dan $D = 0$ untuk perusahaan yang tidak ada kepemilikan manajerialnya.

2. *Debt*

Variabel *debt* merupakan proksi dari kebijakan hutang dihitung sebagai rasio total hutang terhadap total assets untuk periode 2000, 2001 dan 2002. Secara matematis *Debt* diformulasikan sebagai berikut : (Jensen, *et al.*, 1992)

$$\text{Debt} = \frac{\text{TD}_{it}}{\text{Total Assets}_{it}}$$

Keterangan :

TD_{it} = jumlah total hutang perusahaan i pada periode t

Total Assets_{it} = Total Assets yang dimiliki perusahaan i pada periode t.

3. *Dividend Payout Ratio*

Variabel ini merupakan proksi kebijakan dividen suatu perusahaan. DPR dihitung dengan mempertimbangkan *net income* perusahaan.

Rumus :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen kas}}{\text{Net income}}$$

4. *Kepemilikan Institusional*

Kepemilikan institusional menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*, yaitu kepemilikan individu atau atas nama perolehan di atas 5%, tetapi tidak termasuk kedalam golongan kepemilikan

insider. Kepemilikan oleh blockholder dimasukan ke dalam kepemilikan institusi (Agrawal dan Knouber, 1996).

Rumus :

$$INST = \frac{SI + SB}{TKS}$$

Keterangan :

INST = *Institutional ownership*

SI = jumlah saham institusi

SB = jumlah saham *blockholder*

TKS = total keseluruhan saham

5. Risiko

Variabel risiko merupakan proksi dari risiko yang diukur dari standar deviasi dari return saham biasa secara bulanan selama satu tahun. Fluktuasi yang terbentuk dari *closing price* secara bulanan menunjukan fluktuasi return saham dan menggambarkan fluktuasi risiko. Secara matematis risiko diformulasikan sebagai berikut : (Bathala, Moon dan Rao, 1994; Chen dan Steiner, 1999; Willberforce, 2000)

$$Risk = STD Return_{it}$$

$$Return = \frac{P_t - P_{t-1}}{Total Assets}$$

6. Total Assets Tetap (FASSETS)

Menunjukkan *rasio aset tetap (fixed assets)* dengan aset keseluruhan. Variabel ini diukur dari perbandingan antara bangunan, tanah dan perlengkapan perusahaan lain yang berupa aset tetap dengan total aset.

7. Return On Assets (ROA)

Return on Assets (ROA) menunjukkan ukuran tingkat pengembalian perusahaan (profitabilitas). Variabel ROA dinyatakan sebagai perbandingan EBIT terhadap total assets. Variabel ROA secara matematis diformulasikan sebagai berikut :

$$ROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{\text{Total Assets}_{it}}$$

8. Investment Opportunity Set (IOSBM)

Variabel IOS menggunakan proksi *book to market equity (BE/MVE)*. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999) variabel BE/MVE sebagai proksi yang valid digunakan untuk proksi pertumbuhan (*growth*). *Book to Market equity* yang rendah menunjukkan *growth* perusahaan yang tinggi.

9. Beta

Koefisien Beta digunakan dalam penelitian ini menggunakan beta yang sudah dikoreksi dari infrekuensi trading yang disebabkan karena perdagangan saham yang frekuensinya tidak teratur. Data ini diperoleh dari PPA UGM.

3.4. Perumusan Model Penelitian

Model penelitian terdiri dari 4 persamaan. Persamaan tersebut adalah persamaan DMOWN, Debt, DPR dan INST sedangkan variabel kontrol terdiri dari ROA, FASSETS, IOSBM, risk dan Beta. Secara umum ada empat persamaan simultan yang akan diuji yaitu DMWON, DEBT, DPR dan INST yang akan dituangkan dalam model sebagai berikut :

$DMWON = D_1 + D_{11}DEBT + D_{12}DPR + D_{13}RISK + D_{14}INST + D_{15}RISK^2 + \varepsilon_1 \dots\dots\dots (1)$
$DEBT = D_2 + D_{13}DPR + D_{22}DMWON + D_{23}RISK + D_{24}INST + D_{25}RISK^2 + D_{26}ROA + D_{27}FASSETS + \varepsilon_2 \dots\dots\dots (2)$
$DPR = D_3 + D_{31}DEBT + D_{32}DMWON + D_{33}RISK + D_{34}INST + D_{35}RISK^2 + D_{36}ROA + D_{37}IOSBM + \varepsilon_3 \dots\dots\dots (3)$
$INST = D_4 + D_{41}DEBT + D_{42}DPR + D_{43}DMWON + D_{44}RISK + D_{45}RISK^2 + D_{46}ROA + D_{47}BETA + \varepsilon_4 \dots\dots\dots (4)$

Keterangan :

- RISK : Risiko total, log natural dari deviasi standar return saham;
 RISK² : Kuadrat dari RISK
 DMWON : Kepemilikan Manajerial, persentase kepemilikan saham oleh manajer dan direktur;
 INST : Kepemilikan Institusional, persentase kepemilikan saham oleh institusi termasuk dana pensiun, reksadana, dll.
 DEBT : Keputusan pembiayaan, rasio antara hutang jangka panjang dengan nilai aset;
 DPR : Dividen payout ratio merupakan proksi kebijakan dividen
 IOSBM : Investment opportunity set book to market
 FASSETS : Total Fixed Assets, rasio antara aktiva tetap total dengan nilai buku aset;
 ROA : Return on Assets;
 BETA : Risiko sistematis, regresi dengan market model.

3.5. Metode Analisis Data dan Pengujian Hipotesis.

Model ini mengembangkan model persamaan simultan untuk mengetahui hubungan interdependensi antara empat variabel endogen. Menurut Gujarati (1999), Pindyck dan Rubinfeld (1998) dan Mirer (1983) regresi OLS tidak mampu menggambarkan hubungan timbal balik dalam sistem persamaan simultan, maka dalam menganalisis atau menyelesaikan model persamaan simultan, alat analisis yang relevan adalah regresi simultan two-stages least squares (2SLS) atau three-stages least square (3SLS). Dengan pertimbangan di atas, maka penelitian ini akan menggunakan alat analisis simultan 3SLS dengan bantuan program komputer Eview 4.

3.6. Pengujian Asumsi Klasik

Agar model regresi yang diperoleh memberikan hasil regresi yang baik (BLUE = *Best Linier Unbiased Estimator*), maka model tersebut perlu diuji asumsi dasar klasik. Model regresi dikatakan BLUE apabila tidak terdapat autokorelasi, multikolinieritas, heteroskedastisitas, maupun asumsi normalitas. Untuk asumsi normalitas data tidak diuji mengingat data yang diambil berdasarkan *purposive sampling*, sedangkan uji normalitas lebih cocok digunakan pada sampel yang dipilih secara acak (*random*) yang tujuannya adalah untuk meyakinkan bahwa sampel dapat mewakili populasi penelitian. Dengan alasan ini, maka uji asumsi klasik yang dilakukan dalam penelitian ini meliputi uji multikolinieritas, heteroskedastisitas dan autokorelasi.

1. Pengujian Multikolinieritas

Pengujian terhadap multikolinieritas ini dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang serius antara sesama variabel independen yang digunakan dalam model

persamaan regresi. Untuk mendeteksi adanya multikolinieritas, yaitu dengan melihat pada kolom r^2 Autocorrelation (AC). Agar terbebas dari multikol maka nilai yang terdapat pada kolom tersebut tiak boleh melebihi 0,5 baik (+/-).

2. Pengujian Autokorelasi

Autokorelasi adalah terjadinya korelasi (hubungan) antara elemen-elemen serangkaian pengamatan yang tersusun dalam rangkaian waktu (time series) maupun dalam rangkaian ruang (*cross sectional*). Pada penelitian ini dideteksi dengan cara melihat r^2 pada kolom partial autocorrelation (PAC). Agar bisa terbebas dari autokorelasi maka nilai yang terdapat pada kolom tersebut tiak boleh melebihi 0,5 baik (+/-).

3. Pengujian Heteroskedastisitas

Pengujian *heteroskedastisitas* dalam penelitian ini dengan menggunakan *white heteroskedasticity test (cross term)*, dengan membandingkan nilai R^2 obs terhadap nilai tabel c^2 sesuai dengan nilai *degree of freedom* (df) yang besarnya berdasarkan jumlah variabel *regresor*-nya.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari pengolahan data tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut : deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik dan hasil analisis data.

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Obyek penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada bursa efek Jakarta (BEJ) dengan periode pengamatan tahun 2000, 2001 dan 2002. Pada akhir tahun 2002 jumlah perusahaan *go public* yang tercatat di BEJ adalah sebanyak 329 perusahaan. Perusahaan-perusahaan tersebut digolongkan kedalam 12 kelompok usaha, yang dapat dilihat pada Tabel 4.1. berikut ini :

Tabel 4.1.

**Pengelompokan Usaha Perusahaan-perusahaan *Go Public*
Di Bursa Efek Jakarta**

No.	Kelompok Usaha	Jumlah Perusahaan
1.	Agriculture, Forestry and Fishing	7
2.	Animal Feed and Husbandry	8
3.	Mining and mining service	10
4.	Construction	2
5.	Manufacturing	155
6.	Transportation Services	8
7.	Communication	2
8.	Whole Sale and Retail trade	14
9.	Banking, credits Agencies Than Bank, Securities, Insurance and Real Estate	94
10.	Hotel and Travel services	7
11.	Holding and Other Investment Companies	2
12.	Others	20
Jumlah		329

Sumber: *Indonesian Capital market Directory 2003 (fourteenth edition)*

Dari tabel 4.1. di atas dapat dilihat bahwa kelompok usaha yang paling banyak jumlahnya adalah kelompok usaha manufaktur, yaitu berjumlah 155 perusahaan dari 329 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Sedangkan kelompok usaha yang paling sedikit jumlahnya adalah *construction, communication, dan Holding and other investment companies*, masing-masing hanya 2 perusahaan dari 329 yang terdaftar di BEJ.

Sedangkan perusahaan manufaktur yang tercatat di BEJ yang menjadi sampel dalam penelitian ini hanya berjumlah 136 perusahaan.

4.2. Proses dan Hasil Analisis Data

Suatu model dikatakan baik dan dapat dijadikan alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *Best, Linierity, Unbiased, estimated (BLUE)*. Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi yang disebut asumsi klasik. Oleh karena itu, sebelum dilakukan pengujian hipotesis terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik. Sebagaimana telah dijelaskan dalam metode penelitian, pengujian asumsi klasik yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas dengan menggunakan program komputer Eview 4.

4.2.1.1. Pengujian Multikolinieritas

Pengujian terhadap gejala multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui adanya korelasi yang serius antara sesama variabel independen yang digunakan dalam model persamaan regresi. Untuk mendeteksi adanya multikolinieritas ini yaitu dengan melihat pada kolom r^2 *Autocorrelation (AC)* yang terdapat pada Lampiran 3. Suatu persamaan

terbebas dari multikolinieritas adalah apabila nilai yang terdapat pada kolom AC tersebut tidak boleh melebihi 0,5 baik (+/-). Pada penelitian ini nilai dari r^2 semuanya dibawah 0,5 , ini berarti lolos uji multikolinieritas.

4.2.1.2 Pengujian Autokorelasi

Autokorelasi adalah terjadinya korelasi (hubungan) antara elemen-elemen serangkaian pengamatan yang tersusun dalam rangkaian waktu (*time series*) maupun dalam rangkaian ruang (*cross-sectional*). Pada penelitian ini dideteksi dengan cara melihat r^2 pada kolom *Partial Autocorrelation* (PAC) yang terdapat pada lampiran 3. Suatu persamaan terbebas dari autokorelasi adalah apabila nilai yang terdapat pada kolom PAC tersebut tidak boleh melebihi 0,5 baik (+/-). Pada penelitian ini nilai dari r^2 semuanya di bawah 0,5 , ini berarti lolos uji multikolinieritas.

4.2.1.3. Pengujian heteroskedastisitas

Gejala heteroskedastisitas dalam penelitian ini sudah diantisipasi dalam hasil estimasi dengan menggunakan metode *Three Stage Least Square* (3 SLS).

4.3. Hasil Analisis

Pembahasan akan dimulai dengan pemaparan hasil statistik deskriptif, hasil uji hipotesis dan pembahasan hasil analisis.

4.3.1. Descriptive Statistic

Deskripsi statistik dari variabel yang diolah dapat dilihat pada Tabel 4.2. di bawah ini :

Tabel 4.2. Deskriptif Variabel

	Mean	Median	Minimum	Maximum	Std. Deviation
DMWON	.18500	.00000	.000	1.000	.48591
DEBT	1.21201	.40250	.003	6.360	1.48968
DPR	9.93993	9.88750	.000	45.259	4.17620
INST	.17199	.13200	.000	.927	.16244
RISK	.15794	.13450	.001	.668	.12040
FASSETS	1.16816	.31100	.003	6.225	1.51519
ROA	5.40982	6.28000	-35.020	46.440	12.81299
IOSBM	-1.33887	1.23250	-64.970	16.420	10.45296
BETA	-.49510	2.22100	-331.379	3.105	28.74429

Dari tabel 4.2. persentase rata-rata kepemilikan manajerial DMWON adalah 18.5% dengan standar deviasi 0.48591. Rasio utang (DEBT) mempunyai rata-rata 1.21201 dengan standar deviasi 1.48968. Ukuran dividen (DPR) mempunyai rata-rata 9.93993 dengan standar deviasi 4.17620. Persentase kepemilikan institusional (INST) mempunyai rata-rata 0.17199 dengan standar deviasi 0.16244. Risiko (RISK) mempunyai rata-rata 0,15794 dengan standar deviasi 0.12040. Ukuran aset tetap (FASSETS) mempunyai *mean* 1.16816 dengan standar deviasi 1.51519. ROA mempunyai rata-rata 5.40982 dengan standar deviasi 12.81299. Kesempatan investasi (IOSBM) mempunyai rata-rata -1.3387 dengan standar deviasi 10.45296, sedangkan risiko sistematis (BETA) mempunyai rata-rata -0.49510 dengan standar deviasi 28.74429.

4.3.2. Pembahasan Hasil

TABEL 4.3. Hasil Regresi 3SLS

HASIL PENELITIAN

Variabel Independent	Variabel Dependent			
	DMWON	DEBT	DPR	INST
Constanta	0.1861 (1.6491)	0.6200 (1.5022)	0.7221 (8.8595)***	-0.5546 (-0.6375)
DMWON		0.0261 (9.3521)**	-0.2759 (-6.8896)**	-0.2725 (-11.1951)***
DEBT	0,0458 (2.6052)**		0.2469 (4.6790)**	0.6593 (9.2363)**
DPR	0,0317 (3.2792)**	0.0280 (9.9156)**		-0.0452 (-6.1495)**
INST	0,0074 (0.5198)	-0.0697 (-7.3177)**	-0.0754 (-0.5794)	
RISK	-0,111 (-6.0685)**	0.3914 (6.6980)**	-0.8414 (-7.1475)**	-0.0373 (-0.0330)
RISK2	-0,1371 (-1.5524)	0.2444 (0.8602)	-0.0510 (-0.0626)	-0.0563 (-0.1019)
FASSETS		0.0046 (0.0537)		
ROA		-0.0048 (-0.4807)	0.0069 (0.2392)	0.0085 (0.4304)
IOSBM			0.0490 (-1.3970)	
BETA				-0.0035 (-0.6375)
R ² Adjusted	0.1957	0.3156	0.4224	0.2326

Keterangan : Atas Nilai koefisien
Bawah Nilai t statistik

* :Signifikan pada Alpha 10%
** :Signifikan pada Alpha 5%
*** :Signifikan pada Alpha 1%

4.3.2.1. Pembahasan Persamaan Kepemilikan Manajerial

Variabel hutang memiliki hubungan positif dan signifikan pada tingkat kepercayaan 95 % dengan alpha 5% dengan kepemilikan manajerial, sehingga H_1 yang menyatakan variabel hutang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial **ditolak**. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori dan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999), Bathala *et al.* (1994), Cructley *et al.* (1999) tetapi konsisten dengan hasil penelitian Jensen (1992) , Harris dan Raviv (1991) Wahidahwati (2002), Fitri dan Mamduh (2003) serta Jensen dan Meckling (1976). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa penggunaan modal hutang akan mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial, sehingga pengaruh hutang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif. Sedangkan Harris dan Raviv (dalam Wahidahwati (2002)) menyatakan bahwa hutang yang tinggi dapat menyebabkan risiko kebangkrutan, sehingga membuat manajer sensitif terhadap kinerja perusahaan dan ketakutan kehilangan pekerjaan, atas dasar hal tersebut maka manajer akan menaikkan tingkat kepemilikan sahamnya sehingga mempunyai hak suara dalam mengambil keputusan khususnya mengenai pengelolaan dana.

Variabel kebijakan dividen (DPR) mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial pada tingkat kepercayaan 95 % dengan alpha 0.05, sehingga H_2 yang menyatakan kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial **ditolak**. Meskipun pengaruhnya signifikan tetapi arahnya yang positif tidak mendukung hipotesis yang diajukan. Hasil penelitian ini bertentangan

dengan hasil penelitian Jensen (1986), Crutley *et al.* (1999) Nupikso (2000)(dalam Wahidahwati 2002) dan Fitri dan Mamduh (2003) tetapi tidak signifikan dan chen dan Steiner (1999) tetap sejalan dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002), Jensen *et al.* (1992), Turiyasingura (2000), Ardi (2000) (dalam Wahidahwati 2002). Arah hubungan yang positif dapat dijelaskan yaitu bahwa semakin tinggi tingkat rasio dividen, maka mengindikasikan tingkat kepercayaan manajer terhadap *earning* perusahaan akan naik, sehingga manajer yang menginginkan keuntungan dari pembagian dividen di masa depan akan segera meningkatkan kepemilikan sahamnya, karena manajer menganggap risiko dividen lebih kecil daripada *capital gain*.

Variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan yang positif dan tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini berarti H_3 yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial **ditolak**. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Fitri dan Mamduh (2003), Agrawal (1986), Brickley *et al.* (1988), Pound (1988) McConnell dan Servaes (1994) dan Bathala *et al.* (1994) namun sejalan dengan hasil penelitian Shleifer dan Vishny (1986). Shleifer dan Vishny menyatakan bahwa kepemilikan institusional secara mayoritas akan mengurangi kemungkinan perusahaan untuk diakuisisi, sehingga meningkatkan keinginan manajer untuk memperbesar kepemilikan pada perusahaan.

Variabel risiko mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan pada tingkat kepercayaan 95 % dengan alpha 0,05 terhadap kepemilikan manajerial. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Bathala *et al.* (1994) serta Demsetz dan Lehn (1985). Menurut Demsetz dan Lehn (1985) bagi manajer yang *risk averse*, hubungan

risiko tinggi dengan kepemilikan manajerial berubah menjadi negatif. Pada tingkat risiko tinggi manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan membatasi *supply* kepemilikan manajerial. Manajer melakukan diversifikasi dengan persyaratan mendapat *expected rate of return* lebih besar dibandingkan dengan insentif yang diterima dari peningkatan risiko. Tetapi hasil ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Crutchley dan Hansen (1989) serta Jensen *et al.* (1992).

4.3.2.2. Pembahasan Persamaan Kebijakan Hutang

Variabel DPR yang merupakan proksi kebijakan dividen mempunyai hubungan positif signifikan dengan variabel DEBT ini berarti H_4 yang menyatakan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang **diterima**. Hasil penelitian ini sejalan dengan pendapat Megginson (1997:362), Emery dan Finnerty (1997:568) dan sesuai dengan hasil penelitian Easterbrook (1984), Miller dan Rock (1985) Hartono (2000) serta Hartono dan Mahadwarta (2002).

Variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif dan signifikan pada tingkat kepercayaan 95 % dengan alpha 0.05 terhadap variabel kebijakan hutang (DEBT). Hal ini berarti H_5 yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang **diterima**. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Fitri dan mamduh (2003) Kim dan Sorenson (1986), semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi hutang. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui hutang (*demand hypothesis*).

Kemungkinan penjelas lainnya adalah melalui *trade off* antara konflik keagenan hutang dengan konflik keagenan ekuitas. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial memiliki konflik keagenan ekuitas yang rendah sehingga kecenderungannya menggunakan hutang akan meningkatkan konflik keagenan hutang.

Kepemilikan institusional mempunyai hubungan yang negatif signifikan terhadap variabel DEBT. Ini berarti H_6 yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang **diterima**. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Agrawal (1986) dan Bathala *et al.* (1994), namun tidak sejalan dengan hasil penelitian Kim dan Sorenson (1986) dan Crutclley *et al.* (1999).

Variabel risiko mempunyai hubungan yang positif dan signifikan pada tingkat kepercayaan 95 % dengan alpha 0,05 terhadap DEBT. Hasil ini mendukung hasil penelitian Chen dan Steiner (1999) dan Fitri dan mamduh (2003). Pada kondisi risiko tinggi (standar deviasi *return* saham tinggi) manajer memilih proyek yang berisiko tinggi dengan tujuan mendapat *return* tinggi. Pengurangan risiko dilakukan dengan menggunakan pendanaan melalui hutang dari pihak kreditur. Penggunaan hutang dalam struktur modal bertujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan tetapi sebagai konsekuensi perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Penggunaan hutang pada tingkat risiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas tetapi memicu biaya keagenan hutang.

Variabel FASSETS mempunyai hubungan yang positif meskipun tidak signifikan dengan variabel DEBT. Arah hubungan yang positif sesuai dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999), Jensen *et al.* (1992), Crutclley *et al.* (1999),

Turiyasingura (2000), Wahidahwati (2001, 2002) dan Fitri (2003). FASSETS menunjukkan struktur aset suatu perusahaan. Aset tetap yang tinggi merupakan jaminan sehingga perusahaan dipercaya oleh pemberi hutang. Hasil ini mengindikasikan bahwa investor akan memberikan pinjaman jika disertai jaminan yang tinggi.

Variabel ROA mempunyai hubungan yang negatif tetapi tidak signifikan dengan variabel DEBT. Arah hubungan yang negatif sesuai dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999), Jensen *et al.* (1992), Turiyasingura (2000), Bathala *et al.* (1994), Crutley *et al.* (1999) dan Fitri dan mamduh (2003). Pada tingkat profitabilitas rendah perusahaan menggunakan hutang untuk membiayai operasional. Sebaliknya pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan sehingga mengandalkan sumber internal dan menggunakan hutang rendah tetapi pada saat menghadapi profitabilitas rendah, perusahaan menggunakan hutang tinggi sebagai mekanisme transfer kekayaan antara kreditur kepada prinsipal.

4.3.2.3. Pembahasan Persamaan Kebijakan Dividen

Variabel kebijakan hutang (DEBT) mempunyai hubungan positif signifikan pada tingkat kepercayaan 95 % dengan alpha 0.05 terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian H_7 yang menyatakan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen **diterima**. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui kebijakan hutang, sehingga kebijakan hutang mempengaruhi kebijakan dividen secara searah (Emery dan

Finnerty, 1997). Kas internal perusahaan digunakan untuk membayar hutang sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui hutang.

Variabel DMWON (kepemilikan manajerial) mempunyai hubungan negatif signifikan pada tingkat kepercayaan 95 % dengan alpha 0.05 terhadap kebijakan dividen (variabel DPR). Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian crutcley *et al.* (1999), Rozeff (1982), Chen dan Steiner (1999), Jensen *et al.* (1992), Fitri dan mamduh (2003) tetapi tidak konsisten dengan hasil penelitian Ardi (2000), Turiyasingura (2000) dan Wahidahwati (2002). Dengan demikian maka H_8 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen **diterima**. Menurut Rozeff (1982) Kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial merupakan substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan prosentase kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen dalam jumlah kecil sedangkan perusahaan dengan prosentase kepemilikan manajerial yang kecil menetapkan dividen dalam jumlah besar.

Variabel kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Jensen *et al.* (1992) dan Cructley *et al.* (1999).

Variabel risiko mempunyai hubungan negatif signifikan pada tingkat kepercayaan 95 % dengan alpha 0,05 dengan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999) Fitri dan Mamduh (2003) serta Kale dan Noe (1990).

Variabel ROA mempunyai hubungan positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin tinggi pula

cash flow dalam perusahaan, dan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi (Jensen *et al.*, 1992).

Variabel peluang investasi (IOSBM) mempunyai hubungan yang positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Arah hubungan yang negatif sesuai dengan hasil penelitian Rozeff (1982), Myers dan Majluf (1984), Jensen *et al.* (1992), Crutclley *et al.* (1999) serta Fitri dan Mamduh. (2003). Investasi pada waktu yang akan datang mempengaruhi besarnya nilai perusahaan, sehingga Myers (1977) mengatakan bahwa nilai perusahaan merupakan gabungan antara aktiva dengan investasi masa depannya. Kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOSBM) yang tinggi di masa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi. Tingkat *growth* yang tinggi diasosiasikan dengan penurunan dividen (Rozeff, 1982). Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan tambahan dana besar yang dibiayai dari sumber internal. Penurunan pembayaran dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk keperluan investasi (Myers dan Majluf, 1984).

4.3.2.4. Pembahasan Persamaan Kepemilikan Institusional

Kebijakan hutang mempunyai pengaruh positif signifikan pada tingkat kepercayaan 95 % dengan alpha 0.05 terhadap kepemilikan institusional. Dengan demikian H_{10} yang menyatakan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional **diterima**. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian

Crutclley *et al.* (1999) dan Fitri dan Mamduh (2003). Kebijakan hutang menyebabkan perusahaan dimonitor oleh pihak *debtholder*, karena *monitoring* dalam perusahaan yang ketat, menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan dari *debtholder* maupun *shareholder*, hal ini mendorong masuknya kepemilikan institusional yang lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan yang disebabkan karena berkurangnya konflik keagenan dalam perusahaan. (Crutclley *et al.*, 1999).

Variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif signifikan pada alpha 0.01 terhadap kepemilikan institusional. Dengan demikian H_{11} yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional **diterima**. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Crutclley *et al.* (1999) dan Fitri dan Mamduh (2003). Kepemilikan institusional mampu mengurangi konflik keagenan sehingga mengurangi adanya kepemilikan manajerial.

Variabel kebijakan dividen mempunyai hubungan negatif signifikan pada level 0.05 terhadap kepemilikan institusional. Dengan demikian H_{12} yang menyatakan variabel kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional **diterima**.

Variabel risiko mempunyai hubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap variabel kepemilikan institusional. Tingginya risiko yang dihadapi perusahaan meningkatkan risiko kebangkrutan dan volatilitas dari pendapatan, hal ini akan mengurangi minat institusi untuk melakukan investasi pada saham perusahaan itu karena institusi lebih mementingkan pada stabilitas pendapatan. Arah hubungan antar variabel sesuai dengan penelitian Crutclley *et al.* (1999) dan Fitri dan Mamduh (2003).

Variabel profitabilitas (ROA) mempunyai hubungan yang positif meskipun tidak signifikan terhadap kepemilikan institusional. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi memang dicari oleh investor. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Fitri dan Mamduh (2003).

Variabel Beta mempunyai hubungan yang negatif tetapi tidak signifikan dengan kepemilikan institusional. Arah hubungan antar variabel yang negatif sesuai dengan penelitian Fitri et al. (2003). Risiko sistematis (beta) yang semakin tinggi akan mengurangi minat investor institusional untuk berinvestasi karena sifat risiko sistematis yang tidak dapat didiversifikasi. Investor institusional lebih memperhatikan risiko tidak sistematis. Hal ini konsisten dengan hubungan risiko yang negatif terhadap kepemilikan institusional.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan dalam Bab IV, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut :

1. Secara keseluruhan penelitian ini menemukan adanya hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan kepemilikan institusional.
2. Setelah dilakukan pengujian asumsi klasik terhadap data penelitian menunjukkan tidak terdapat adanya multikolinieritas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.
3. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis didapat kesimpulan H_1 yang menyatakan variabel hutang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial **ditolak**, H_2 yang menyatakan kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial **ditolak**, H_3 yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial **ditolak**, H_4 yang menyatakan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang **diterima**, H_5 yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang **diterima**, H_6 yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang **diterima**, H_7 yang menyatakan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen **diterima**, H_8 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen **diterima**, H_{10} yang menyatakan kebijakan

hutang berpengaruh positif terhadap kepemilikan institusional **diterima**, H_{11} yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional **diterima**.

5.2. Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini tidak terlepas dari keterbatasan. Adapun keterbatasan-keterbatasan tersebut antara lain :

1. Pada penelitian ini periode pengamatan relatif pendek yaitu hanya tiga tahun, sehingga untuk penelitian-penelitian selanjutnya diharapkan menambah periode pengamatan.
2. Dilihat dari adjusted R square (r^2) dari persamaan kepemilikan manajerial yang dianggap kecil yaitu 0,1957, sehingga untuk penelitian lebih lanjut dapat menaikkan nilai r^2 dengan menambah variabel eksogennya.
3. Penelitian ini hanya terbatas pada industri manufaktur. Hal ini disebabkan karena adanya keragaman dari berbagai sektor industri yang *go public* di BEJ yang dapat berpengaruh pada hasil analisis. Penelitian lebih lanjut diharapkan dapat menggunakan sampel dari sektor industri lain misalnya perbankan, karena perbankan mempunyai spesifikasi tertentu.
4. Untuk penelitian berikutnya diharapkan dapat mengkaji dari teori lain selain *agency theory*, misalnya dengan memakai teori *stewardship*.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal a., dan C.R. Knoeber, 1996, "Firm Performance and Mechanism to control Agency Problems Between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 377-397.
- Black, F dan Scholes, 1973, The Pricing of option and corporate Liabilities, *Journal of political economy*, 18, 637-654.
- Baskin, J., 1989, An Empirical Investigation of the Packing Order Hypothesis," *The Financial Management (Spring)*, 219-226.
- Bathala C.T. K.P. Moon, dan R.p. Rao, 1994, Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holding : an Agency perspective, *Financial Management*, 23, 38-50.
- Brickley, J.J. R.C. Lease dan C.W. Smith, 1988, ownership Structure and Volting on Antitakeover Amendments, *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Chen, C.R. & Steiner, T. L. 1999. Managerial ownership and agency conflict : a nonlinier simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy and dividend policy . *Financial review*, vol 34, 119-137.
- Cooper, D.R. dan Scheindler, P.S., 2001, *Bussines research methods*, 7th edition . MCGraw-Hillirwin, Singapore.
- Crutley, C.E. M.R.H. Jensen , Jahera, Jr dan Raymond, 1999, Agency problem and The simultaneity Decision Making the Role of Institutional Ownership, *international Review of Financial Analysis*, 8:2, 177-197.
- Demsetz , H., & lehn. K. , 1985, The structure of corporate ownership : causes and consequenceces, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Easterbrook , F., 1984, To agency cost explanation of dividen, *American Economic Review*, 650-659.
- Fitri Ismiyati dan mamduh M. Hanafi, 2003, Kepemilikan manajerial , kepemilikan institusional, risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen: analisis persamaan simultan, *SNA VI*, Surabaya.

- Friend and Lang , 1988, An empirical test of the impact of managerial Self Interest On Corporate Capital Structure, *The Journal of Finance* vol XLIII no. 2.
- Gujarati, Damodar. 1995, *Basic econometric*, 3rd, International Edition, MCGraww-Hill International.
- Institute for Economic and Financial Research, 2003, *Indonesian Capital Market Directory*, Fourteenth edition.
- Jensen, G.R. D.P. Solberg dan T.S. Zorn , 1992, simultneous determination of Insider owbership, Debt and Dividen Policies, *Journal oF Financial and Quantitative analysis*. 247-263.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Cost and free cash Flow, Corporate Finance and Takeover, *American economic review*, 323-329.
- Jensen.M.C. dan W.H. Meckling, 1976, Theory of The Firm : Managerial behavior Agency cost and capital Structure, *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Kallapour,S.M. dan M. A. Trombley, 1999, The Asociation between Investment opportunity set proxies and realized growth, *Journal of Bussiness Finance and Accounting* 26, 505-509.
- Kim, W.S. & Sorenson, E.H., 1986, Evidence on The impact of The Agency Cost of Debt on Coprpate Debt Policy. *Journal of Financial and Quantitative analiysis* 21, 131-144.
- Mahadwarta, P. A.dan J Hartono, 2002, Uji teori keagenan dalam hubungan interdependensi antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen, *SNA 2002*, UNDIP semarang.
- Megginson, 1997, *Capital structure Theory Corporate Finance Theory*, Addison Wesley Educational Publisher Inc.
- Mehran, H. 1992, Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure, *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27 : 539-560.
- Myers, S.C.& Majluf, N.S. 1984, Corporate Finance and Investment Decision when firm Have information investor do not have, *journal of Financial* 13, 187-221.
- Pindyck, R.S. Rubinfeld, 1998, *Ecocometric Models and Economic forecase*, Ed.4, MCGraw-Hill, Singapore.

- Rozeff, M.S. , 1982, Growth, beta and agency costs as determinan of dividend payout ratios, *Journal of Financial Research* 5 , 249-259
- Scott, R.W. 2000, *Financial Accounting Theory*, Prentice Hall International Inc.
- Shleifer, A., & Vishny, R.W. , 198, Large shareholders and corporate control , *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Saunders, A., Estrock., and N.G. Travels, 1990, Ownership Structure, Deregulation and Bank Risk Taking, *Journal of Finance* 45, No.2: 643-653.
- Theresia Tyas Listiyani, 2003, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Kepemilikan Institusional, *Jurnal Manajemen Akuntansi & Sistem Informasi UNDIP* vol 3 Agustus: 98-112.
- Wahidahwati, 2002, pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusinal terhadap kebijakan hutang perusahaan, *jurnal riset akuntansi vol 5, No. 1*.
- Wahidahwati, 2002, kepemilikan manajerial dan Agency Conflict : Analisis persamaan simultan non linier dari kepemilikan manajerial, penerimaan risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen, *SNA V*.
- Watts, R.L., 1977, Corporate Financial Statement, A product of Market and political rocess, *Australian Journal of Management*, Sept 1977:131.